

食品饮料行业深度报告

保健品及港股餐饮 2025 中报总结：砥砺前行，积极向善

增持（维持）

投资要点

- **保健品行业渠道转型，表现分化。**老龄化筑底、新消费驱动，2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%。近几年行业边际变化为线上转型：2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%，线上电商已超越传统药房、直销成为我国保健品销售的主要渠道。企业端表现分化：（1）**汤臣倍健**：25Q2 收入降幅收窄，费用显著优化，带来利润超预期。展望 H2，亮点或主要来自 LSG 及主品牌，全年销售费用率亦有望小幅优化。（2）**H&H 国际控股**：符合预期，经营向善。成人保健业务分拆来看，抗衰、美容等品类表现突出（NAD+及麦角硫因等）；25H1 跨境电商/新零售渠道（山姆等）增速同样亮眼，分别同增 18.1%/28.2%。集团层面，净杠杆比率由 24H1 的 3.99 倍下滑至 25H1 的 3.89 倍，减债+置换效果逐步显现。（3）**仙乐健康**：中国底盘稳扎稳打，25Q2 国内市场同比降速主要受订单跨期的影响、实际订单增速高于收入增速；关税暂停措施反而加速推动了对美出口订单履行速度，且与多家客户启动了新软糖项目，为 Q3 提供了较为乐观的预测。（4）25H1 百合股份的合同生产整体表现稳健、自主品牌下滑主要受渠道影响；分拆代工业务，功能饮品、粉剂表现更佳。
- **关注保健品行业估值重构，关注有空间的优质个股。**渠道切换带来了新的消费客群、催生新的品类，建议关注适配渠道转型、迎合新圈层、发力新品类的优质龙头公司：（1）**H&H 国际控股**：奶粉边际向好、成人保健改革向善，考虑到全年业绩节奏，25H2 收入利润同比或均呈加速状态。（2）**仙乐健康**：自研品+新零售开拓在途，25H2 主要逻辑是国内市场，预计数据端有明显支撑。（3）**百合股份**：内生业务逐步向好，叠加 8 月末新西兰子公司奥拉交割完成、且整合顺利，内外协同贡献增量。
- **港股餐饮砥砺前行，静待风至。**“节日化”消费特征明显，旺季更旺、淡季平淡；且限额以上大 B 表现优于限额以下小 B，2025 年 4-6 月餐饮收入较 2019 年同期的复合增速为：3.53%/3.33%/3.20%，其中限额以上增速 4.70%/4.89%/4.60%，限额以下增速 3.22%/2.92%/2.83%。大 B 餐饮表现同样分化：（1）**海底捞**：25H1 海底捞餐厅经营/外卖业务/调味品及食材销售/其他餐厅经营（红石榴计划）/加盟业务/其他分别实现营收 185.80/9.28/4.64/5.97/0.91/0.44 亿元，同比分别-8.98%/+59.60%/+54.98%/+227.00%/+4706.83%/+215.23%，外卖业务、其他餐厅经营增长较快，红石榴计划孵育成功。截至 25H1，餐厅总数量 1322 家、H1 期内净减少 33 家，加盟海底捞门店数达到 41 家、H1 期内净增 28 家。除海底捞火锅外，公司运营 14 个餐饮品牌/126 家餐厅，其中焰请烤肉铺子期内净增 46 家、达到 70 家。（2）**达势股份**：截至 2025H1，公司进驻城市共 48 个，较 2024 年底净新增 9 个；门店数量 1198 家（均为直营），较 2024 年底净新增 190 家。全年开店目标保持 300 家，截至 2025 年 8 月 15 日，已净开/在建/已签约 233 家/27 家/35 家、预计顺利完成目标。此外，规模效应兑现，成本摊薄明显。（3）**九毛九**：边际向好，调改可期。预计 3-5 月筑底，后续回暖可期：①策略一：战略性关闭经营不佳门店、且执行果断，25H1 公司主动关闭 88 家门店；②策略二：调改门店、新店型表现较好；③策略三：25H1 广州南沙供应链中心已进入试运行阶段，或助力省外市场开拓及支持快手菜发展。
- **投资建议**：（1）保健品：关注具备新消费基因的品牌及代工厂，H&H 国际控股、仙乐健康、百合股份，以及新品可期的民生健康；（2）港股餐饮：建议关注客单价企稳、成本优化的海底捞；拓店成长期的达势股份。
- **风险提示**：消费修复不及预期风险、竞争格局恶化风险、食品安全风险、成本端上涨风险。

2025 年 09 月 04 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

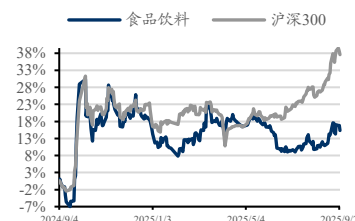
such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《白酒 2025 年中报总结：释放压力，见底可期》

2025-09-03

《食品综合 2025 年中报总结：头部零食抢眼，连锁企业触底向上》

2025-09-03

内容目录

1. 保健品：新消费驱动，关注估值有空间的优质个股	4
1.1. 整体表现：渠道转型，表现分化.....	4
1.2. 2025H2 展望：关注估值仍有空间的优质个股.....	7
2. 港股餐饮：砥砺前行，静待风至	8
3. 投资建议：关注估值有空间的优质个股	11
3.1. 保健食品：关注具备新渠道、新消费逻辑的优质龙头.....	11
3.2. 港股餐饮：大 B 表现分化，重视个股逻辑.....	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 中国 VDS 零售额.....4

图 2: 2010-2024 年保健品渠道结构（按零售额计）4

图 3: 保健品企业收入及利润增速（单位：%）6

图 4: 保健品企业分季度营收增速.....6

图 5: 保健品企业分季度归母净利润增速.....6

图 6: 保健品企业分季度毛利率表现.....7

图 7: 保健品企业分季度销售费用率表现.....7

图 8: 餐饮整体较 2019 年增速.....8

图 9: 限额以上（大 B 端）修复或更佳.....8

图 10: 港股餐饮分半年度收入及利润增速..... 11

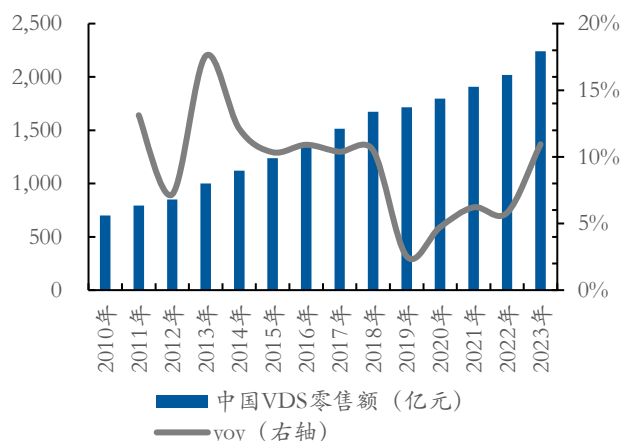
1. 保健品：新消费驱动，关注估值有空间的优质个股

1.1. 整体表现：渠道转型，表现分化

中长期来看，我国保健食品行业星辰大海，发展具备“脉冲式增强”特征，特殊事件如 21 世纪初的非典、2019-2022 年的疫情加速了行业渗透与扩容：2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%。老龄化筑底、新消费驱动，预计未来三年我国营养保健品行业增速有望维持在 6% 以上，高于世界平均水平。

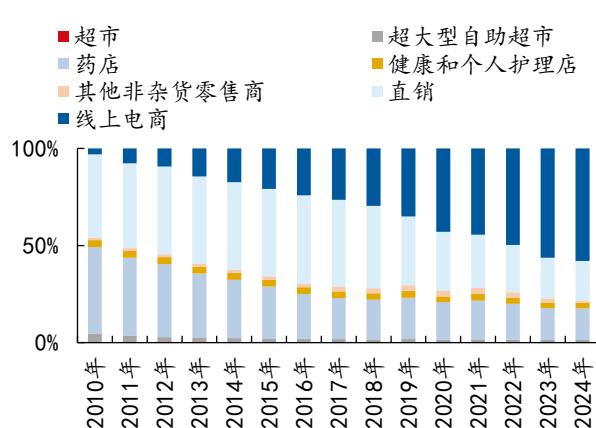
近几年行业边际变化为线上转型：2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1% 提升至 58%，同期传统渠道药店/直销/超市（包括超大型自助超市）零售额占比分别-28.3/-22.5/-3.2pct，线上电商已超越传统药房、直销成为我国保健品销售的主要渠道。

图1：中国 VDS 零售额



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图2：2010-2024 年保健品渠道结构（按零售额计）



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

保健品企业表现分化：（1）品牌端分化：线上转型期，电商品牌气势如虹，传统线下品牌积极调整；（2）生产端同样分化：仙乐健康的新零售客户订单向好；百合股份内外延整合趋势向上。

汤臣倍健：三十而砺，积极调整。25Q2 收入/归母净利润 17.41/2.82 亿元，同比分别-12%/+71%，收入降幅收窄，费用显著优化，带来利润超预期（25Q1 收入/归母净利润同比-32%/-37%）。分品牌，25Q2 汤臣倍健主品牌收入同比-17%，健力多收入同比-4%，life space 国内收入同比-32%，LSG 海外收入同比+12%；分渠道，25Q2 线下/线上渠道收入分别同比-11%/-12%。展望 H2，亮点或主要来自 LSG 及主品牌，全年销售费用率有望小幅优化。

H&H 国际控股：符合预期，经营向善。25H1 收入/经调整 EBITDA/经调整纯利分别 70.19/11.01/3.63 亿元，同比+5%/-3.4%/+4.6%。三项指标皆符合前序预期，且内部业务迭代明显：①25H1 中国 ANC 同比+13.1%，抗衰、美容等品类表现突出（NAD+及麦角硫因等）；25H1 跨境电商/新零售渠道（山姆等）分别同增 18.1%/28.2%；澳新 ANC

双位数下滑，主要受企业代购业务的影响，充分预期；其他新兴市场预计保持强劲增长。

②BNC 25H1 收入 25.01 亿元，同比+2.9%，收入占比 35.6% (-0.7pct)。其中婴配奶粉收入 19.71 亿元，同比+9.6%，于国内超高端婴配奶粉市占率提升至 15.9% (+3pct)。③PNC 25H1 收入 10.79 亿元，同比+8.6%，收入占比 15.4% (+0.7pct)，其中中国 PNC 同比+17.5%。

得益于 ANC/PNC 毛利率提升及整体业务结构有利变动，25H1 整体毛利率为 62.5% (+1.6pct)，ANC/BNC/PNC 毛利率同比分别为+3.3/-4.8/+12.2pct。且，25H1 隐含年化利息开支率为 6.63%，同比-0.44pct，净杠杆比率由 24H1 的 3.99 倍下滑至 25H1 的 3.89 倍，减债+置换效果逐步显现。

仙乐健康：拥抱新消费，迈步国际化。25H1 公司收入/归母净利润 20.42/1.61 亿元，同比+2.57%/+4.30%，其中 25Q2 收入/归母净利润 10.87/0.92 亿元，同比+4.66%/+1.13%。全球业务布局初具雏形、中国底盘稳扎稳打、打开全球市场增长空间：分地区看，25H1 中国/美洲/欧洲/其他地区收入分别 8.18/7.60/3.59/1.05 亿元，同比分别 -1.63%/+4.26%/+21.96%/-22.91%：（1）国内市场同比降速主要受订单跨期的影响、实际订单增速高于收入增速。（2）美洲出口及 BF：关税暂停措施反而加速推动了出口订单履行速度，且与多家客户启动了新软糖项目，为 Q3 提供了较为乐观的预测；8 月 25 日正式公告拟为控股子公司 Best Formulations PC（BFPC 个护业务）寻求投资、剥离、出售或其他机会。（3）欧洲销售额超额完成：成功斩获欧洲市场战略客户最大单笔软糖订单；且得益于 RTG（提供成熟配方清单给客户参考）概念提出，机会转化率明显提高。（4）亚太等其他地区：软糖在印尼迎来爆发式增长，带动毛利率突破历史新高；同时积极泰国工厂建设启动，也在同步关注拉美等市场。

25Q2 公司毛利率 33.27%，同比-0.08pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别+0.11/+0.96/-0.47/-0.33pct 至 8.08%/11.13%/3.04%/1.83%。25Q2 归母净利润率同比-0.3pct 至 8.5%。

百合股份：内生短期承压，外延整合向好。百合股份发布 25 年半年报，25H1 公司实现收入 4.20 亿元，同比增长 2.06%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比-13.37%。其中 25Q2 实现收入 2.13 亿元，同比-4.44%；归母净利润 0.37 亿元，同比-23.79%。分拆收入：（1）分业务，25H1 合同生产/自主品牌分别实现收入 3.66/0.52 亿元，同比分别+10.71%/-33.61%，合同生产整体表现稳健、自主品牌下滑主要受渠道影响：25H1 药房渠道保健品品类销售额仍呈下滑态势；（2）分产品，25H1 软胶囊/功能饮品/片剂/粉剂/硬胶囊/组合及其他分别实现收入 1.51/1.20/0.46/0.58/0.22/0.20 亿元。同比分别 -6.03%/+18.41%/-20.11%/+35.99%/-33.94%/+61.92%，其中功能饮品、粉剂及组合及其他表现更佳。

25Q2 公司毛利率 36.24%，同比-2.70pct，25Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别+0.50pct/+0.96pct/+0.40pct 至 9.21%/5.30%/3.66%。25Q2 净利率同比-4.36pct

至 17.19%。

民生健康：业绩符合预期，关注新品上市。 25H1 民生健康实现收入/归母净利润 4.62/0.83 亿元，同比+16.37%/+6.65%；25Q2 收入/归母净利润分别为 1.91/0.20 亿元，同比+17.32%/7.08%，业绩符合市场预期。核心品类增速稳健，25H1 核心品类维生素与矿物质补充剂实现收入 4.26 亿元，收入占比 92.15%，同比增长 9.84%。

25H1 维矿系列毛利率同比-6.91pct 至 54.78%，毛利率略有承压主要系产品结构的变动所致；2025 年以来维矿类保健食品及功能性食品销售情况较好，占比有所提升。25Q2 公司整体毛利率同比-5.09pct 至 51.92%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别-3.61/+2.37/+0.42pct 至 31.65%/7.43%/4.02%，净利率同比-0.88pct 至 10.42%。

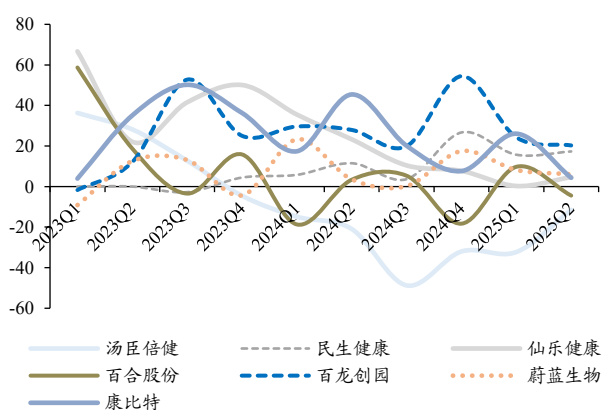
图3：保健品企业收入及利润增速（单位：%）

分季度收入增速												
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2		
汤臣倍健	36.3	28.2	12.8	-4.5	-14.9	-20.9	-48.8	-32.0	-32.3	-11.5		
民生健康	-	-	-2.7	4.5	5.8	11.5	3.6	26.7	15.7	17.3		
仙乐健康	66.7	22.1	41.5	50.1	35.5	23.3	10.4	7.7	0.3	4.7		
百合股份	58.7	18.7	-3.5	15.8	-18.7	3.4	5.3	-18.3	9.7	-4.4		
百龙创园	-1.7	12.1	52.7	25.0	29.6	27.9	19.9	54.5	24.3	20.3		
蔚蓝生物	-9.1	12.6	13.1	-4.3	23.3	3.6	0.2	17.5	8.2	6.1		
康比特	3.9	35.1	50.2	36.3	17.4	45.4	20.1	7.6	26.1	4.3		
H&H控股	17.22%		1.84%		-4.14%		-8.44%		5.00%			

分季度归母净利润增速												
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2		
汤臣倍健	55.3	33.9	18.0	61.1	29.4	-68.1	-166.3	-39.4	-37.4	71.4		
民生健康	0.0	0.0	1.2	4.9	6.5	24.5	23.3	42.8	6.5	7.1		
仙乐健康	100.8	24.7	26.7	65.5	114.4	27.4	1.6	-11.1	8.9	1.1		
百合股份	44.0	29.9	10.7	29.4	-22.2	-5.7	7.9	-43.9	1.0	-23.8		
百龙创园	9.1	23.7	27.1	57.7	20.5	41.5	25.5	22.0	52.1	33.8		
蔚蓝生物	41.6	8.2	41.9	62.4	20.5	-20.5	-51.8	-44.2	-24.7	3.1		
康比特	4.9	30.3	28.5	78.1	22	61	-5.2	-0.5	9.7	-91.3		
H&H控股	23.99%		-1.07%		-12.96%		-10.32%		-3.40%			

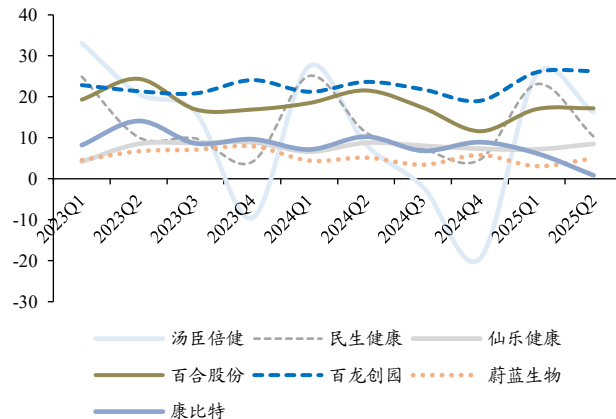
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：港股 H&H 国际控股收入取营业收入，利润取经调整可比 EBITDA）

图4：保健品企业分季度营收增速



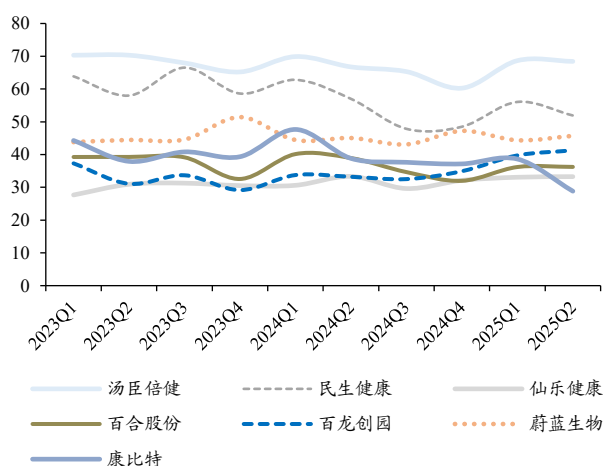
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：保健品企业分季度归母净利润增速



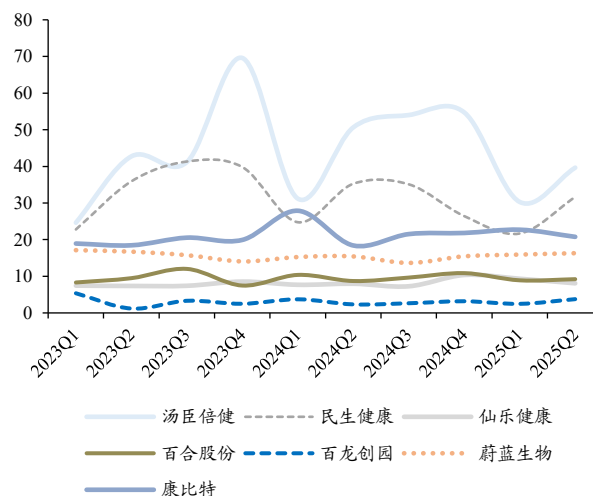
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：保健品企业分季度毛利率表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：保健品企业分季度销售费用率表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 2025H2 展望：关注估值仍有空间的优质个股

新消费逐渐成为保健食品行业增量的主要来源。当下时点，我们认为保健食品行业在三个层面同样具备新消费特质。

（1）**新渠道**如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景，跨境、私域、社区团购等渠道同步兴起，同时商超自我革新、向新零售转型；

（2）触达的**用户圈层**逐步向全年龄段、全家庭延展，即保健食品的消费人群由老年人扩充到年轻人、婴童、甚至宠物；

（3）**新品类**日益丰富，功效多元、口味及剂型丰富，品类推新明显提速。

渠道切换带来了新的消费客群、催生新的品类。基础大类（维矿、蛋白粉、钙片类等）保健食品奠基，新消费贡献增量，我们认为传统的审美体系及估值视角不再适配新周期的研究。站在新周期的起点，重审保健食品行业，**建议关注适配渠道转型、迎合新圈层、发力新品类的优质龙头公司：**

H&H 控股：走出谷底，拐点式增长。（1）**奶粉边际向好：**定位超高端进口婴配奶粉，下沉市场渗透+销售活动反响好，25Q2 奶粉业务表现实际上符合甚至略好于预期，我们上调全年奶粉的预期。远期来看，奶粉定位现金牛业务，营收比重将持续下降，对集团整体的影响趋弱。（2）**成人保健品改革向善：**考虑到 H2 澳洲代购下滑略微改善、H2 经营数据同比或迎提速。（3）**25H2 利润预计加速：**考虑到全年业绩节奏问题，预计 H2 利润同比或有加速。

仙乐健康：积极调整，行稳致远：（1）25H2 主要逻辑是国内市场，预计 H2 数据端

有明显支撑：自研品+新零售开拓在途，从渠道看：公司积极拥抱新消费，25H1 新消费客户整体/私域/跨境业务收入增速同比+40%/+200%/+100%+；从产品看：25H1 大单品落地 10 个，25 个产品储备中。（2）2026 年主要逻辑是海外市场：随着 BFPC 或能剥离出表、BF 核心保健品业务趋势转好，2026 年利润弹性预计较大。

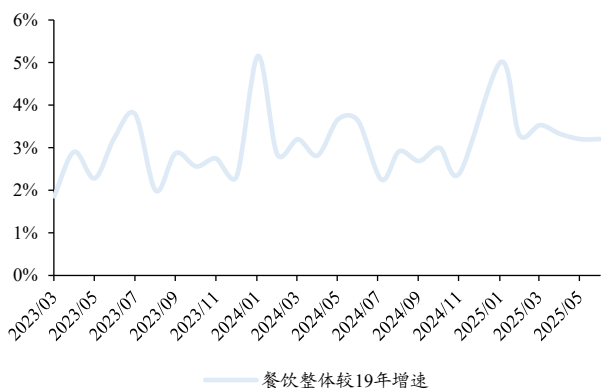
百合股份：磨砺以须，蓄势待发。（1）奥拉交割完成：目前交割完成（开始并表），且整合顺利。新西兰跨境消费者心智强、盈利高，后续净利率提升仍有空间。（2）Q3 开始预计逐步向好：2025 年 4 月公司举办“千人大会”（招商会），行业内反响较好、考虑订单爬坡周期、预计 Q3 逐步兑现增量收入，叠加 8 月末子公司交割完成，内外协同贡献增量。

民生健康：Q3 新品密集上市，打开远期成长空间。OTC 维矿批文稀缺，公司凭借其研发优势成功卡位、市占率高，夯实长期护城河。为更好地适应不同市场与不同消费人群的需求，公司进一步延展维矿类产品矩阵，维持稳健增长。此外，公司凭借药房渠道的经营基础，积极开辟治疗型用药新领域。据公告，酒石酸伐尼克兰片（适用于成人戒烟）、米诺地尔搽剂（治疗脱发，规格：5%&2%）均已顺利获批、如期进入商业化阶段、预计 Q3 面世，预计对 H2 的拉动更为明显。叠加 25Q1 收购并表中科嘉亿，随着与中科嘉亿的合作开展，公司益生菌实现原料自供，同时蓝帽子产品（普瑞宝已于 25M4 上市）、功能性食品“纤宝”等陆续上市，我们预计全年收入增量明显。

2. 港股餐饮：砥砺前行，静待风至

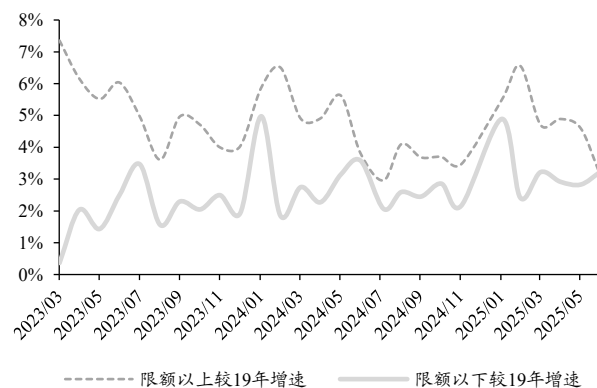
“节日化”消费特征明显，旺季更旺、淡季平淡；且限额以上大 B 表现优于限额以下小 B。根据 wind 数据，2025 年 4-6 月餐饮收入较 2019 年同期的复合增速为：3.53%/3.33%/3.20%，其中限额以上增速 4.70%/4.89%/4.60%，限额以下增速 3.22%/2.92%/2.83%。

图8：餐饮整体较 2019 年增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：限额以上（大 B 端）修复或更佳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

大 B 餐饮表现分化，海底捞客单价企稳，红石榴计划成效突出；达势股份则拓店顺利，成本优化，预计全年顺利完成拓店目标；九毛九调改正当时，边际逐步向好。

海底捞：主业客单价企稳，红石榴计划成效突出。25H1 公司收入/归母净利润为 207.03/17.55 亿元，同比分别-3.66%/-13.72%。集团核心经营利润 24.08 亿元，同比-13.96%，核心经营利润率同比-1.4pct 至 11.6%。分业务，外卖业务、其他餐厅经营增长较快，红石榴计划孵育成功。25H1 海底捞餐厅经营/外卖业务/调味品及食材销售/其他餐厅经营（红石榴计划）/加盟业务/其他分别实现营收 185.80/9.28/4.64/5.97/0.91/0.44 亿元，同比分别-8.98%/+59.60%/+54.98%/+227.00%/+4706.83%/+215.23%。截至 25H1，餐厅总数量 1322 家、H1 期内净减少 33 家：一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区分别 218/512/569/23 家，H1 期内分别净-2 家/-19 家/-12 家/持平。加盟海底捞门店数达到 41 家、H1 净增 28 家。除海底捞火锅外，公司运营 14 个餐饮品牌/126 家餐厅，其中焰请烤肉铺子期内净增 46 家、达到 70 家。

分翻台率/客单价表现来看：（1）翻台率：25H1 整体翻台率 3.8 次，一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区分别为 3.8/3.8/3.9/4.3 次，新开餐厅/其他餐厅分别为 4.1/3.8 次。（2）客单价：25H1 客单价 97.9 元，同比+0.51%，一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区顾客人均消费 105.2/96.9/91.6/205.8 元，同比+1.06%/+0.10%/+0.22%/+4.10%。（3）同店销售额：25H1 同店销售同比-9.90%，一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区同店分别-9.45%/-13.31%/-8.15%/+4.39%。

2025H1 原材料/员工/租金/水电/折旧及摊销/差旅/其他费用率分别达到 39.82%/33.75%/1.04%/3.38%/5.58%/0.53%/5.25%，同比 +0.79/+0.46/+0.06/+0.03/-0.65/+0.09/+1.15pct。

达势股份：拓店顺利，成本优化。25H1 公司收入 25.93 亿元，同比+27%，归母净利润 0.66 亿元，同比+504%；门店层面经营利润 3.79 亿元，同比+28%，门店经营利润率 14.6%，同比+0.1pct。经调整 Ebitda/经调整净利润分别 3.22/0.91 亿元，分别+38%/+80%。

截至 2025H1，公司进驻城市共 48 个，较 2024 年底净新增 9 个；门店数量 1198 家（均为直营），较 2024 年底净新增 190 家。全年开店目标保持 300 家、截至 2025 年 8 月 15 日、已净开/在建/已签约 233 家/27 家/35 家、预计顺利完成目标。同店销售增长 SSSG-1%，其中 25H1 一线城市实现正同店销售增长，且 2022 年 12 月前的市场在 2025H1 整体实现正同店销售增长。25H1 单店日均销售额 1.29 万元，同比-4.4%，主要系 2022 年 12 月后开设的高业绩门店的门店销售额趋于稳定，但该部分门店水平仍高于集团整体、高位稳定。截至 2025H1，会员人数 30.1 百万人，H1 净新增 5.6 百万人，会员收入占比同比+2.4pct 至 66%。（1）截至 25H1，一线城市（重新分类）门店数量 515 家（占比 43%），收入 10.85 亿元，占比 41.8%，同比+7.2%。分拆来看：北上市场总收入为 8.44 亿元，同比+6%，主要由于：①较 24H1 新增 8 家门店；②25H1 一线城市的正同店销售

增长。广深收入增幅亦类似，正同店增长/同比新增 9 家门店。此外，一线城市外送销售额占比 73.7%，同比+3.3pct。（2）截至 25H1，新增长市场实现收入 15.09 亿元，同比增长 46.6%，收入占比 58.2%，同比+7.8%，主要系：①H1 门店数量为 683 家，净开店 184 家；②新进驻市场的新开门店表现强劲。

成本项优化：25H1 原材料及耗材/员工薪酬/租金/厂房及设备折旧/无形资产摊销/水电费/广告及推广/门店经营及维护开支占总收入比重同比分别-0.07/-1.04（其中门店员工/公司员工/以股份为基础的薪酬+0.33/-0.39/-0.98pct）/+0.11/-0.05/-0.21/-0.91/-0.06/-0.17pct，拓店顺利、规模效应兑现，成本摊薄明显（门店层面员工占比增加主要系门店平均雇员人数因拓店增加所致）。

九毛九：边际向好，调改可期。25H1 公司收入/溢利为 27.53/0.59 亿元，同比分别-10.14%/-13.62%。分品牌，25H1 太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别实现营收 19.46/4.16/2.26/0.05/0.07/0.14 亿元，同比分别-13%/-3%/-22%/-74%/-12%/+24%，分门店数量/单店营收/同店表现来看：

（1）截至 25H1，餐厅总数量 729 家，Q2 净减少 51 家：太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别 566/76/68/1/1/17 家，Q2 分别净-44/-5/-1/持平/持平/-1 家。

（2）25H1 平均单店收入为 359 万元，同比-8%：太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别 344/548/333/508/733/84 万元，同比-6%/-7%/-18%/+4%/-12%/-49%。

（3）25H1 太二/怂火锅/九毛九同店分别-19%/-20%/-20%。

店铺层面经营利润 25H1 太二/怂火锅/九毛九分别为 2.62/0.15/0.29 亿元，同比-16%/-60%/-42%，经营利润率分别-0.4/-5/-4pct 至 13%/4%/13%。25H1 集团核心经营利润 0.98 亿元，同比-37%，核心经营利润率同比-1.5pct 至 3.6%。

展望未来，三大策略，预计 3-5 月筑底，后续回暖可期：

（1）**策略一：战略性关闭经营不佳门店、且执行果断**，25H1 公司主动关闭 88 家门店。

（2）**策略二：调改门店、新店型表现较好**。调改门店太二先行，几大举措：活鱼到店+新增热炒（鲜鸡与鲜牛肉）+精简菜单+优化装修（温馨化、隐私化），至 7 月 18 日，太二调改店型已达 57 家，进度符合预期。其中，25Q2 太二及怂火锅的同店日均销售额同比降幅较 25Q1 显著收窄，且太二 25M4-6 同店同比降幅逐月度收窄、筑底企稳。

（3）**策略三：25H1 广州南沙供应链中心已进入试运行阶段**，或 1）助力省外市场开拓；2）支持快手菜发展。

图10：港股餐饮分半年度收入及利润增速

分半年度（营业）收入增速					
	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
海底捞	12.66%	58.10%	13.79%	-5.78%	-3.66%
颐海国际	-2.69%	2.11%	11.88%	2.30%	0.02%
达势股份	51.45%	50.57%	48.32%	35.73%	27.04%
九毛九	51.63%	47.45%	6.42%	-3.12%	-10.14%
分半年度净利润（不含少数股东权益）增速					
	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
海底捞	扭亏为盈	36.59%	-9.74%	19.14%	-13.72%
颐海国际	35.98%	3.35%	-13.84%	-12.88%	0.39%
达势股份	扭亏为盈	减亏	24.69%	扭亏为盈	504.22%
九毛九	285.11%	扭亏为盈	-67.47%	转亏	-16.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 投资建议：关注估值有空间的优质个股

3.1. 保健食品：关注具备新渠道、新消费逻辑的优质龙头

（1）老龄化筑底、新消费贡献增量，保健食品行业扩容持续；（2）线上转型带来结构性分化：具备新消费基因的电商品牌脱颖而出，品牌端建议关注估值修复仍有空间的深度价值股 H&H 国际控股、新品上市看点强的民生健康。代工环节建议关注新零售客户开拓可喜、国际化拓展在途的仙乐健康、以及子公司整合顺利、内外协同贡献增量的百合股份。

3.2. 港股餐饮：大 B 表现分化，重视个股逻辑

餐饮“节日化”消费特征明显，旺季更旺、淡季平淡；且限额以上大 B 表现优于限额以下小 B。大 B 表现亦有分化，建议关注港股餐饮：建议关注客单价企稳、成本优化的海底捞；拓店成长期的达势股份。

4. 风险提示

消费力恢复不及预期：受餐饮环境疲软影响，消费者信心可能受损，消费力恢复速度可能会低于预期。

竞争格局恶化：市场存在行业竞争格局变化不确定性。

食品安全问题：如果产生食品安全问题，公司经营情况可能受到冲击。

成本端上涨风险：如原材料等上涨过快，公司盈利能力可能受到冲击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>